

学校编码：10384

学号：X2005155077



分类号____密级____

UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国企业在韩国资本市场的定价初探
——一家中国企业在 KOSDAQ 市场的投资价值分析
A Study On The Pricing Of Chinese Enterprises In Korea'S
Equity Capital Market
——Analysis Of Investment Value Of A Chinese
Enterprise In Kosdaq

陈 强

指导教师姓名：王志强 教授

专 业 名 称：工商管理 (MBA)

论文提交时间：2010 年 2 月

论文答辩日期：2010 年 3 月

学位授予日期： 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2010 年 2 月

厦门大学博士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

韩国资本市场已成为中国大陆企业直接融资的新兴市场之一，研究韩国资本市场对中国企业的定价有现实的意义。本篇论文通过对一家典型的在韩国 KOSDAQ 市场上市的中国大陆金属三片罐包装企业中国食品包装有限公司（CFP）的估值研究，探讨韩国资本市场对中国大陆企业的定价问题。论文首先对 CFP 所处的金属三片罐行业从行业特点、规模、竞争状况、替代品、增长趋势等进行了多角度的分析，认为金属三片罐包装业是一个保持高速增长的配套产业。接着通过对 CFP 公司经营特点的分析，归纳了公司的经营优势，认为 CFP 有保持近几年高速增长的实力。论文接着揭示了金属三片罐行业的扩张会受到多种外部因素的影响，成长具有不确定性。CFP 公司属于中小企业，实力有限，应对外部环境变化的能力也比较有限，成长过程中需应对多种不利的因素。综合行业分析、公司分析和风险分析，本篇论文采用了公司估值的经典理论，通过对公司财务数据的预测，使用了相对估值方法和绝对估值方法中的公司自由现金流贴现的两阶段模型对公司的价值进行了分析。通过估值分析，本篇论文认为 CFP 目前的价格基本在韩国 KOSDAQ 市场类似行业类似公司的平均水平，同中国大陆企业在 KOSDAQ 市场的定价也大体相当，与保守的绝对估值法的水平也相适应。但 CFP 作为经营主体在中国大陆的中小企业，鉴于中国经济的持续增长性，金属三片罐包装的广阔发展空间，CFP 公司的盈利和成长能力，CFP 相比其它韩国上市企业应给予更高的估值。与中国国内证券市场中小企业股价的表现，和香港市场行业龙头中粮包装公司股价表现相比，CFP 公司的股价仍有很大的上升空间。本文因此认为 KOSDAQ 市场对中国的行业、公司认可度并不高，中国大陆公司的价值在韩国市场并未得到完全的体现。对于意图通过韩国资本市场融资的大陆中小企业而言，企业在上市前应充分评估，在 KOSDAQ 市场对中国企业评价不高的情况下，应慎重选择在 KOSDAQ 市场上市。

关键词：金属包装；估值分析；韩国 KOSDAQ；

厦门大学博士论文摘要库

SUMMARY

As Korea's equity capital market has become one of the emerging markets destination for companies from the Mainland China to obtain direct financing, it is of significant pragmatic importance to study the pricing of Chinese enterprises in Korea's equity capital market. By way of a case study on the valuation of China Food Packaging Incorporation Limited ("CFP"), a Mainland China tinplate can packaging enterprise listed in KOSDAQ, this Article discusses the issues in association with the pricing of Chinese enterprises in Korea's equity capital market. The first part of this Article provides multi-dimensional analysis of the tinplate can industry in terms of its industry characteristics, industry scale, competition status, substitute products, development trend, etc., with the conclusion that the tinplate can packaging industry is an ancillary industry which will maintain high-speed development. The Article then analyzes the operational features of CFP, summarizes the competitive advantage of CFP in the business operation and concludes that CFP is capable of maintaining high-speed development in the next few years. This Article also reveals that the expansion of the tinplate can industry will be subject to the impact of various external factors, which may give rise to uncertainty surrounding the growth and expansion of the relevant industry. It is noted in this Article that CFP remains a small to medium size enterprise with limited capacity. Hence, CFP has its constraints in responding to the change in the external environment, and it needs to cope with various negative factors in the course of growth. With comprehensive industry analysis, company analysis and risk analysis and on the basis of classical theory of company valuation, this Article makes forecast of the financial data of CFP and analyzes CFP's value based on the two-phased discounted free cash flow model for CFP through both comparative valuation and absolute valuation methodologies. Through the valuation analysis, it is the view of this Article that the current pricing basis for CFP stays at the average standards for similar companies of similar industries in KOSDAQ and is generally equivalent to the pricing of other Mainland China enterprises that are listed in KOSDAQ which is also consistent with the pricing standards concluded under the

conservative absolute valuation methodology. However, while CFP is a small to medium size company with operation mainly in the Mainland China, in light of the continuous development of Chinese economy, the broad space for development for the tinplate can packaging business, the profitability and the strength of growth of CFP, this Article takes the view that CFP deserves a higher valuation when being compared with other Korean listed enterprises. Compared to the stock performance of the small and medium size enterprises listed in the domestic stock markets in China and COFCO Packaging, the leading player in the relevant industry in the Hong Kong market, the stock price of CFP is still anticipated to have significant space for increase. Hence, this Article concludes that due to the lack of in-depth understanding and recognition of the relevant industries and companies in China by KOSDAQ, the value of the Mainland China enterprises has not been fully reflected in Korea's equity capital market. As far as the small and medium size Mainland China enterprises intending to obtain direct financing in Korea's equity capital market are concerned, they shall make comprehensive assessment prior to IPO and make careful decision in choosing KOSDAQ as the venue for IPO since the valuation of Chinese companies in KOSDAQ is not yet on the higher end.

Key Words: Metal Packaging, Valuation Analysis, KOSDAQ

目 录

引 言	1
一、概述	1
二、公司估值理论综述	3
第一章 金属三片罐包装业分析	8
一、宏观经济环境概述	8
二、行业概况	9
三、行业特点	16
四、行业分析	17
五、行业景气影响因素	19
第二章 公司分析	23
一、公司概况	23
二、公司经营特点	26
三、主要比对公司中粮包装香港概况	29
四、公司财务分析	30
第三章 风险分析	33
一、金属三片罐最大用户加多宝经营的波动将对公司的生产经营有较大冲击	33
二、经济危机对下游食品饮料产业的影响程度有较大的不确定性	33
三、公司缺乏快速的融资平台，资金的紧张将影响其扩张	34
四、公司无核心技术，缺乏技术壁垒，毛利润有限	34
五、公司对大客户的依存度高，容易受到大客户经营状况的影响	34
第四章 盈利预测与价值评估	35
一、盈利预测	35
二、估值	40
结 论	47
一、投资价值评估	47
二、借鉴意义	48
参考文献	50

厦门大学博硕士论文摘要库

INDEX

Forwards.....	1
I. General Statement.....	1
II. Overview of Company Valuation Theory.....	3
Chapter One Analysis of Tinplate Can Packaging Industry.....	8
I. Economic Envioement Overview.....	8
II. Industry Overview.....	9
III. Industry Characteristics	16
IV. Industry Analysis.....	17
V.. Factors Having Impact on the Industry Prosperity.....	19
Chapter Two Company Analysis.....	23
I. Overview of the Company.....	23
II. Operational Features of the Company.....	26
III. Overview of the Comparison to COFCO Packaging Hong Kong.....	29
IV. Analysis of Company Finance.....	30
Chapter Three Risk Analysis.....	33
I. The Fluctuation in the Demand of the Biggest User of Tinplate Can, Jiaduobao, will have Significant Impact on the Production and Operation of the Company.....	33
II. Economic Crisis Leads to Greater Uncertainty in the Impact on the Downstream Food and Beverage Production Enterprises.....	33
III. The Company Lacks of Speedy Financing Platform and Constraints in Funding will Impact on its Expansion.....	34
IV. The Company does not Possess Core Technologies and Technologies Barriers and the Gross Profit is Limited.....	34
V. The Company Heavily Relies on Key Customers and is Easily be Impacted by the Operation of the Key Customers.....	34
Chapter Four Profitability Forecast and Evaluation of Value.....	35
I. Profitability Forecast.....	35
II. Valuation.....	40
Conclusion.....	47
I. Investment Value Assessment.....	47
II. Reference Significance.....	48
References.....	50

图表目录

表 1.1:2004-2008 年中国包装子行业销售收入占比.....	10
表 1.2: 金属罐与其它材料包装容器优缺点比较.....	18
表 2.1:市场占有率分布.....	27
表 2.2:中粮包装香港公司三片罐分部营业数据及对比.....	30
表 2.3: CFP 主要财务指标.....	31
表 2.4: 中粮包装主要财务指标及对比.....	31
表 4.1: 营业收入及成本预测明细一览:	36
表 4.2: 财务报表(2006-2010E)	37
表 4.3: KOSDAQ 市场食品饮料企业市盈率.....	40
表 4.4: 中国大陆 KOSDAQ 市场上市企业的基本情况.....	41
表 4.5: A 股市场部分上市包装企业的基本情况.....	42
表 4.6: DCF 估值的假设条件及估值结果.....	45
表 4.7: WACC 估值敏感性分析表.....	45
图 1.1:中国金属包装销售收入增长趋势图.....	11
图 1.2:2008 年金属包装主要产品销售收入占比.....	12
图 1.3: 2004-2009 年三片饮料罐增长趋势.....	13
图 1.4:2004-2009 年奶粉罐增长趋势.....	14
图 1.5:2004-2009 年普通食品罐增长趋势.....	15
图 1.6:2004-2009 年气雾罐增长趋势.....	15
图 1.7:2001-2008 中国国内生产总值增长.....	19
图 1.8:2001-2008 中国人均国内生产总值增长.....	20
图 1.9:2001-2008 城镇家庭人均可支配收入.....	20
图 1.10:2001-208 城镇地区年人均消费支出.....	21
图 1.11:2001-2008 中国消费品零售总额.....	21
图 2.1: 公司 IPO 前股权支配结构.....	24
图 2.2:中国主要饮料企业三片罐使用量.....	26
图 4.1: 中粮包装股价图.....	43
图 5.1: CFP 股价图.....	47

引 言

一、 概述

(一) 论文的框架及意义

经过两年多 MBA 课程的学习，对企业的运营、财务、营销、战略等管理方面的知识有了系统的了解，如何在企业管理实践中运用这些知识，为企业创造价值并提升职业经理人自身的价值，是笔者在职业生涯中要持续研究的课题。笔者希望通过本次毕业论文的撰写，把学到的知识系统的运用到所服务的企业中去，对企业作个全面的分析、判断，这既是对所学知识的总结，也为企业决策者提供了有价值的报告。

本文研究的中国食品包装有限公司是一家香港注册公司，于 2009 年在韩国 KOSDAQ 市场 IPO 并上市，其主要业务为控股一家从事金属三片罐包装业务的中国大陆中小企业。该公司是 2009 年首家在韩国资本市场上市的中国大陆企业。

目前中国大陆有 7 家企业在韩国主板和创业板上市，其中，福建企业包括华丰纺织、联合科技、中国远洋、鸿星沃登卡等陆续登陆韩国资本市场。中国大陆企业积极在全球资本市场融资，已成为全球 IPO 市场的主力。据相关机构对海外 13 个市场和境内 3 个市场的统计，2009 年 1-11 月，共有 133 家中国企业在境内外资本市场上市，合计融资 407.03 亿美元，平均每家企业融资 3.06 亿美元，三者较去年同期分别增长 86.46%、17.7%和 58.55%。133 家上市中国企业中，有 62 家在境外 9 个资本市场上市，合计融资 203.17 亿美元，上市企业数量和总融资额较去年同期分别增长 67.57%和 193.52%。境内资本市场 IPO 尽管直到 8 月份才开闸，但 5 个月之内也有 71 家企业上市 A 股，合计融资 203.86 亿美元，上市企业较去年同期减少 5 家，但融资额却高出 54.79 亿美元。^①因此研究韩国资本市场对中国大陆企业的定价，对中国大陆企业在全球范围内配置资源有借鉴意义。

^① 中国行业研究报告网：2009 年 1-11 月中国企业 IPO 融资情况 <http://www.chinahyyj.com/>

本论文的主题为中国食品包装有限公司投资价值分析，一是通过对典型企业的分析研究韩国资本市场对中国企业内涵价值的看法，二是公司价值也是管理层关注的焦点，对公司的全面分析对管理层改进管理、提升效益也有借鉴意义。

论文从公司估值理论入手，然后通过行业分析、同业与竞争对手分析、公司优势分析、行业与公司运营中的不确定性分析等定性分析，判断公司的盈利能力与增长前景。再通过定量分析，对公司的财务报表与现金流进行预测，运用估值理论，计算出公司的合理价值区间。最后结合公司上市后在资本市场的实际运行情况，分析韩国资本市场对中国大陆企业的定价。

作为本文主要比较对象的中粮包装香港公司，是国资委下属中粮集团的全资子公司，于 2009 年在香港主板市场 IPO 并上市，其业务为控股几家在中国大陆从事金属包装的制造业企业。两家公司同处一个行业，中粮包装规模更大，从事的金属包装的产品范围更广，但其超一半的销售收入也是来源于金属三片罐包装。因此把香港资本市场的同一细分行业类似公司的价值与韩国资本市场的定价进行比较，可以对韩国市场的定价作更直观的判断。本文又比较了中国证券市场中小包装企业的定价，使公司在韩国的定价与在中国的定价有了直接比较。本文还简单分析了其它在韩国 KOSDAQ 市场上市的中国大陆企业的定价情况，以便对韩国资本市场对中国大陆企业的定价有个全面的了解。

（二）韩国证券市场概况

韩国证券交易所（KRX）于 2005 年 1 月份进行整合后，运行着三个市场，一个是主板市场，还有创业板市场（KOSDAQ）与期货市场。韩国证券交易所市值在全球排名 17 位，交易额排名第 10 位，有 1700 多家上市公司。在韩国上市的承销费用相对较低，承销费收取整个融资额的 5-6% 左右。韩国市场成交额在全球排名第 10 位，换手率排名第 7 位，对于企业来说，上市之后根据情况可以进行增发、发行可转债，也可以发行债券等再融资，融资手段多种多样，政府这方面没有任何的限制。韩国证券交易所上市的企业中，外国企业占比约 37% 左右。主板市场上市条件是净资产不得低于 8000 万元人民币，持续经营三年以上，销售收入最近一个年度要求不少于 2.4 亿元人民币，三年平均不少于 1.6

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库